

論文審査の要旨及び担当者

論文題名

CSR 活動の経済分析 ―環境パフォーマンスの評価・要因分析を中心として―

論文審査の要旨

近年、社会における環境改善または環境保全意識の高まりとそれを踏まえた環境政策の動向が企業行動に大きな影響を与えつつある。2006年に国連によって責任投資原則（PRI）が提唱されると、これがイニシアティブとなって、多くの機関投資家は環境・社会・企業統治に関連する企業活動の非財務的要素を長期的視点に立って投資の意思決定に組み込む ESG 投資の運用額を増やしている。このため、PRI に署名し ESG 投資を推進している機関投資家は、環境対策に劣る企業は持続的な成長が困難と評価するようになり、投資対象からの除外を進めている。この場合、企業にとっては必要な資金調達が困難になる恐れがある。こうした流れから、米国の経営者団体である Business Roundtable も、2019年8月の声明で、環境への配慮や人材への投資が、長期的な株主の利益と整合的になると述べている。日本でも、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、国連で採択された持続可能な開発目標（SDGs）を意識して、ESG 投資を行い、2018年度末には運用資産が 159 兆円となっている。

遠藤氏の学位申請論文は、こうした今世紀に入ってから世界的な環境意識の高まりが、伝統的な営利企業に対する見方に変化をもたらしていることを述べるとともに、企業行動や企業価値にどのような変化をもたらしているかを実証的に分析したものである。以下、本提出論文の構成と研究概要について述べていきたい。

本学位申請論文は、全体で 6 章の構成となっている。まず第 1 章では、本論文の分析対象である企業の CSR(Corporate Social Responsibility)活動について、社会的な関心と概念を整理し、論文全体の構成について記述している。著者は第 1 節で、国際連合が責任投資原則(PRI)を提唱した後、企業の社会的責任（CSR）に関心が高まり、更には 2015 年に国際連合が、2030 年までの目標として、持続可能な開発目標（SDGs）を掲げるに至った経緯を叙述している。こうした動きとともに、著者は新聞記事で CSR 関連の記事が増加していることや CSR 関連の論文の掲載頻度が増加していることを紹介している。

ただ一般的には、本論文がタイトルに利用している CSR だけでなく ESG（Environment, Society, and Governance）や SDGs もほぼ同義で利用されている文献も多く見られる。そこで、第 2 節では CSR が ESG や SDGs も包摂した概念であることや、その厳密な定義は、ISO26000 の、規格内容に集約されているとして、その規格 2.18 の叙述を紹介している。さら

に著者は、このISO26000に至るまでのCSR概念をめぐる様々な議論について叙述している。こうしたCSRの議論を整理したうえで、最後の節で第2章以降の展開について概説している。

第1章では、企業のCSR活動の形式的な定義を紹介しているが、経済学の枠組みの中でCSR活動がどのように位置づけられるのかという点については述べていなかった。第2章では、これまでの経済学上の議論から三つのタイプのCSR活動（消極的CSR、戦略的CSR、公益的CSR）を紹介している。最初の消極的CSRは、Friedman教授に代表されるように経済学的には最も伝統的な考え方である。すなわち、企業は株主の所有物であるため、その本来の目的は株主の価値最大化であり、CSR活動に代表される公共的性格を有する活動は政府に任せておけばよいという考え方である。著者は、この考え方について、① 政府の問題解決への過大な信頼、② 消費者の選好の異質性を考えると必ずしも政府による一様な公共財供給が望ましいとは限らない、③ 政府の国際協調の枠組みが十分でないという観点から批判的に検討している。

これに対して戦略的CSRは、消極的CSRが想定していない「市場の失敗」や「政府の失敗」を補完する企業レベルの様々なCSR活動として位置づけられている。この考え方の重要な点は、こうした企業のCSR活動が、企業自体の利潤創出に貢献するという点である。例えば、財市場に情報の非対称性が存在する場合、CSR活動を行う企業が、実質的には「製品差別化戦略」として機能し、その企業が高品質の製品を生産しているとの評価を受け、結果的に企業業績の増加に結び付くというロジックである。またすでに述べたように国連による責任投資原則の提案やESG投資の推奨などが、営利企業のCSR活動が投資家の評価を上げるという意味での戦略的CSRを広げる要因となっていることも紹介されている。

最後に紹介される公益的CSRというのは、非営利企業が行うCSR活動である。この場合はCSR活動が手段ではなく、組織の目的そのものになるという性格を持っている。欧米では、多額の寄付金を通して、この形態によるCSR活動が盛んではあるが、日本では寄付金の額も比べ物にならないほど低いため、こうした組織のCSR活動の役割は限定的であると述べている。

著者は、こうしたCSR活動の諸類型の中で「戦略的CSR」に最も期待を寄せており、本章の最後に近年戦略的CSRを裏付ける多数の実証分析が行われていることを示している。

第3章では、この戦略的CSR行動を中心とする実証分析の概要と使用データの中核であるCSR指標について、解説をしている。実証分析は二つに分かれ、一つはアウトカム分析と呼ばれる様々な企業の環境改善活動が企業価値に及ぼす影響を調べる分析である（第4章）。もう一つは、その企業の環境改善活動が企業側の経営要因（ガバナンス要因）によって影響されているかどうかを調べる実証分析である。すなわち企業のCSR活動を中心にその成果と要因の二方向の実証分析のデザインが述べられている。

二つの実証分析の中心は企業のCSR活動であることから、このCSR活動を示す指標についての考察と評価が行われている。例えば、海外の格付け会社が行ったESGスコアでは、日本のガバナンス指標が欧米だけでなく、韓国や台湾に比べても低いことが示されている。また国内のCSR指標についても、日本経済新聞社の「環境経営度調査」、東洋経済新報社の「CSR企業総覧」などが紹介されており、その指標を使った実証分析も掲載されている。

第4章では、第3章で紹介されてように企業のCSR活動が企業価値にどのような影響を及

ばすかを検証している。本論文の 34 ページから 36 ページに詳しくまとめられているように、この問題意識に基づく実証分析は膨大である。そうした中で本論文では、次の二つの点で先行研究と異なっている。一つは、Griliches (1981)による研究開発投資と企業価値の実証分析の式に CSR 活動を加えた式を利用している点である。もう一つは、従来の研究がほとんど誤差項の系列相関を考慮してこなかったのに対し、本分析ではこれを考慮したダイナミックな分析も合わせて行っている点である。

企業の CSR 活動を示す指標は、第 3 章で紹介された日本経済新聞社の「環境経営度調査」を利用している。被説明変数のトービンの q や説明変数の研究開発資産は日本政策投資銀行の財務データバンクから算出している。また推計では、説明変数に特許の被引用回数を加えた分析を行っているが、このデータは、エヌユー知財フィナンシャルサービス（株）から提供を受けたデータを使用している。

推計結果は、誤差項の系列相関を考慮しない GMM(Generalized Method of Moments) 推計では従来通り CSR 活動指標はプラスで有意な結果を得ている。しかし誤差項の系列相関を考慮し、系列相関があった場合の係数制約を付した場合、CSR 活動指標の有意性は低下することが示された。これらの結果を受けて、本論文では CSR 活動指数が企業価値を高めるといった関係について、より慎重な検証が必要であると述べている。

第 5 章では、第 4 章の実証分析に比べて先行研究が少ない、CSR 活動の要因分析に焦点をあてている。ここで著者は、企業経営のあり方が CSR 活動に影響すると考え、次の四つの経営に関する要因を説明変数とする。一つは取締役会の構成であり、取締役の人数が多ければ多いほど、また社外取締役比率が高いほど CSR 活動にプラスに働くと考えている。これは企業規模をコントロールするとともに、多様な経営資源が環境経営にとってプラスに働くという見方からである。二つ目は、株式保有構造であり、仮説としては国内のブロックホルダーは環境経営とプラスの関係にあるが、海外のブロックホルダーは逆の関係にある。これは国内のブロックホルダーに対し、海外のブロックホルダーは短期の利益を優先しがちになり、長期的な成果がもたらされる環境経営には関心を持たないという見方からである。三つめは、経営の質である。ここでは Bloom and Van Reenen (2007)が調査した management practices の指標を日本にあてはめた Miyagawa et al. (2015)の調査結果を利用している。彼らの調査では組織目標、通常業務、モニタリング、インセンティブなどを 4 段階 (Bloom and Van Reenen (2007)は、1, 3, 5 の評価) で評価しており、その値が高いと経営の質が高いと評価している。このため、著者はこの management practices の指標の高さが環境経営度を高めると考えた。最後の指標はファミリー企業かそうでないかという変数である。ファミリー企業が環境経営と親和的かどうかは議論があるが、本論文ではプラスの関係にあると仮説を設定している。

データは、環境経営度に関しては第 4 章と同じく、日本経済新聞社の「環境経営度調査」を利用している。今回はこの指標を被説明変数とし、説明変数としては先述した management practices 以外の変数を東洋経済新報社の「役員四季報」または日本政策投資銀行の財務データバンクから取っている。推計方法は OLS 及び GMM である。操作変数は、負債比率、企業年齢、現預金残高、経営トップの年齢、経営トップの持株比率である。

推計結果は、多くの変数について仮説を支持するものとなっている。取締役会構造は仮説通

り取締役人数、社外取締役比率ともにプラスであり、経営の質もプラスで有意となっている。また海外のブロックホルダー比率も環境経営とは有意に負の関係を示している。ただし、国内のブロックホルダーと環境経営度との関係は不確定であり、ファミリー企業の符号も定まらない。しかし以上の推計結果は、経営の質やコーポレート・ガバナンスが環境経営に重要な影響を与えていることを示している。

最後の第6章は、これまでの分析のまとめとなっている。昨今の環境意識の高まりに対応してあらためて戦略的 CSR の重要性が強調されるとともに、これを推進するためには経営の質の向上が必要であるということが述べられている。環境問題に配慮した営利企業の活動の重要性は今日強く認識されるようになっており、本論文の最後はここ数年の企業の環境改善活動に関する数々の指針を紹介することで締めくくられている。

(3) 学位申請論文の評価

本学位申請論文を、「課題の重要性」、「分析の新規性及び貢献度」という観点から評価すると以下ようになる。まず、本論文が分析対象とする民間企業の CSR 活動は、現代社会で最も注目されている課題の一つである。そして、2020 年の世界経営者会議（通称ダボス会議）でグレタ・トゥーンベリ氏が、環境問題への早急な対応を強調した際に、米国の財務長官ムニューシン氏が、彼女は「大学に行って経済学を学んで、その後で私たちに説明できるようになるだろう」（ブルンバーク）と述べた如く、経済学がこうした問題に対する重要なアプローチの一つであることは言うまでもない。その意味では本論文の取り上げた課題は時宜を得たものとして評価することができる。

本論文は、その経済学の文脈に沿って、環境問題を含む民間企業の CSR 活動に焦点をあてたものである。本論文の第1章で示されているように、本論文が取り上げた課題は最近特に関心を集めているが、著者は、Kitzmueller and Shimshack (2012)のサーベイ論文にならって、この問題に対する経済的な解釈の端緒を Friedman 教授の 1970 年の論文に求めている。

この Friedman 教授の論文は株主主権の立場に基づき、企業は株主の利益最大化のみを追求すべきで、社会的な活動は政府に任せるべきとの見方をとっている（消極的 CSR）。Tirole (2006)など最近の CSR 活動を分析する著作も、まずはこの Friedman (1970)の見解を批判的に検討することから始めており、その意味で筆者のアプローチはオーソドックスなものと言える。ただ筆者の場合は、この消極的 CSR やそれと代替的な戦略的 CSR を説明する際に、経済学的な背景だけでなく、政治思想や経済思想的な背景も交えて論文を構成している。こうした経済学的な主張の背景にある考え方も含めた解説の仕方は魅力的ではあるものの、後の実証分析を行う際の仮説を見えにくくしている側面もある。しかし、企業の CSR 活動の理論的根拠や近年の戦略的 CSR に関する実証分析のリストは膨大であり、著者が、十分に先行研究を踏まえたうえで本論文を書いていると評価することができる。そして本論文の文献リストは、今後この分野で研究を行う研究者にとってもまたとない貴重なリストとなっている。

次に本論文を「分析の新規性及び貢献度」の観点から評価する。本論文の貢献の一つは、先述した企業の CSR 活動の経済的根拠と実証分析に関する貴重な先行研究紹介だが、より重要な貢献は、第4章と第5章における実証分析にある。第4章の実証分析は、著者が「アウトカ

ム分析」と呼んでいるように、企業の CSR 活動が企業価値（トービンの q ）にどのような影響を及ぼすかを分析している。この課題に関する分析事例は数多くあり、その多くが企業の CSR 活動が企業パフォーマンスを向上させるという結果を示している。これに対して本論文の貢献は、誤差項の時系列特性を考慮したダイナミックな分析では、必ずしもこうした CSR 活動が単純に企業パフォーマンスの向上につながるわけではない、という点を指摘したところにある。著者は戦略的 CSR 仮説に基づく企業行動を望ましい方向だと考えているが、この仮説がより頑健性をもって支持されるためには、データの充実も含めたより一層の研究が必要であるという立場を示している点で、この分野の研究に新たな視点を提供している。

次の第 5 章では、企業の CSR 活動がどのような要因によって促進されているかを検証した論文である。この分野も適切なデータが少なく、著者はガバナンス要因に絞って検証を行っている。結果的には経営の質や外部取締役の比率が高いほど環境経営と正の相関にあり、海外のブロックホルダーが多い場合は、環境経営にとってはマイナスに作用していることを実証している。本章は類似の研究が少ないため、こうした試み自体が新たな貢献の一つとなっており、また環境経営を行っている企業は経営の質が高く、そのことが株式市場で評価されるという議論の裏付けの一つともなっている。

この二つの章は、それぞれ “Does the Stock Market Value Corporate Environmental Performance? Some Perils of Static Regression Models” (Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 2019) 及び “Corporate Governance beyond the Shareholder-Stakeholder Dichotomy: Lessons from Japanese Corporations’ Environmental Performance” (Business Strategy and Environment, forthcoming) として専門雑誌に掲載済または掲載が予定されている。それぞれの impact factor は、5.513、6.381 と高く、二つの章の論文の貢献が外部からも高く評価されていることがわかる。

企業の CSR 活動の概念整理の部分において、時に実証分析との関連性が薄い学際的な議論が混在したり、実証分析上の課題は残されているものの、本論文は、「課題の重要性」及び「分析の新規性及び貢献度」といった側面からみて、博士論文の基準を十分に満たしていると評価できる。こうしたことから、論文審査担当者は全員一致で、遠藤業鏡氏の提出論文が博士（経済学）を授与するにふさわしいと認めた。

論文審査主査	宮 川	努	教授
	細 野	薫	教授
	細 谷	圭	特別非常勤講師 (國學院大學教授)